

# 佐力药业 (300181)

## 柳暗花明又一村，乌灵、百令第二增长曲线出现

买入 (维持)

2024年04月01日

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 徐梓煜

执业证书: S0600522080001

xuzy@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值        | 2021A   | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|----------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 (百万元)    | 1,457   | 1,805  | 1,943  | 2,526  | 3,169  |
| 同比             | 33.60%  | 23.86% | 7.61%  | 30.05% | 25.45% |
| 归母净利润 (百万元)    | 179.41  | 273.01 | 389.04 | 537.16 | 676.28 |
| 同比             | 102.03% | 52.17% | 42.50% | 38.07% | 25.90% |
| EPS-最新摊薄 (元/股) | 0.26    | 0.39   | 0.55   | 0.77   | 0.96   |
| P/E (现价&最新摊薄)  | 50.47   | 33.17  | 23.28  | 16.86  | 13.39  |

关键词: #第二曲线

### 投资要点

- **乌灵胶囊集采基本落地，长期看好后疫情时代成长空间：短期看**，公司2023年乌灵胶囊销售量和销售额同比+17.5%和+9.1%，2023Q3和Q4受到反腐影响，院内销售相对放缓；我们认为反腐仅为短期影响，将从2024Q1开始恢复。**中期看**，公司乌灵胶囊和百令片从2021年开始逐步进入集采，且多地区落地，半数以上市场进入集采，集采对公司业绩的影响边际减弱。公司通过换大规格的模式来实现以价换量，在集采的背景下乌灵胶囊仍实现正增长。**长期看**，疫情后我国失眠、焦虑的情况日益严重，心理健康相关市场呈现快速增长趋势，公司乌灵胶囊凭借着扎实的学术支撑、基药身份、唯一甲类医保等突出优势，不断开拓市场，目前已经为公立医院精神类用药第一。随着后疫情时代心理健康市场扩大，公司乌灵胶囊应用空间大。此外，公司积极开发 OTC 渠道建设，加速 OTC 蓝海市场的开拓。2024 年乌灵胶囊有望恢复 20-30% 的高增速区间。
- **百令胶囊上市后形成第二增长曲线，有望成为 5-10 亿大品种**：公司百令胶囊上市，将形成销售。公司百令高标准，子公司珠峰药业生产基地在海拔 2300 米的西宁，低温深层发酵工艺确保了“冬虫夏草菌丝体”的品质，与天然冬虫夏草 ITS1 序列的相似性为 97.8%。且珠峰为自主专利，对生产和销售拥有自主权。目前百令胶囊市场规模 25 亿元，市场容量大；预计百令胶囊上市后和百令片形成强协同，有望成为 5-10 亿大品种，形成第二增长曲线。
- **配方颗粒将迎来放量**：配方颗粒是国家重点支持领域，公司配方颗粒已有 600 多个科研专项的企业标准备案，2021 年底已建设完成年产能 800 吨；截至 2022 年底公司已有国标省标 251 个品种，且开始多省份备案；2023 年转换周期，业绩短期承压；2024 年有望开始放量。
- **盈利预测与投资评级**：考虑到反腐影响边际减弱，且新品上市，我们将 2023-2025 年归母净利润由 3.7/5.0/6.5 亿元上调至 3.9/5.4/6.8 亿元，2023-2025 年 P/E 估值 23/17/13X；基于公司 1) 乌灵胶囊集采影响边际减弱，OTC 不断扩展；2) 百令胶囊上市后百令系列恢复增长；3) 灵泽片维持放量；维持“买入”评级。
- **风险提示**：集采风险；产品销售不及预期；研发不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

|               |            |
|---------------|------------|
| 收盘价(元)        | 12.91      |
| 一年最低/最高价      | 8.36/15.55 |
| 市净率(倍)        | 3.39       |
| 流通 A 股市值(百万元) | 7,759.96   |
| 总市值(百万元)      | 9,054.91   |

### 基础数据

|              |        |
|--------------|--------|
| 每股净资产(元,LF)  | 3.80   |
| 资产负债率(% ,LF) | 23.43  |
| 总股本(百万股)     | 701.39 |
| 流通 A 股(百万股)  | 601.08 |

### 相关研究

《佐力药业(300181): 百令胶囊同名方获证，开启第二增长曲线》

2024-01-09

《佐力药业(300181): 2023 季报点评: Q3 短期业绩承压，中期看好乌灵系列潜力》

2023-10-23

## 内容目录

|  |           |
|--|-----------|
| <b>1. 疫后心理问题突出，乌灵胶囊 OTC 潜力大</b> .....      | <b>4</b>  |
| 1.1. 心理健康领域用药空间大，疫后心理问题扩大用药需求.....         | 4         |
| 1.2. 心理健康中药仍为蓝海市场，乌灵胶囊竞争力强.....            | 5         |
| 1.3. 乌灵胶囊疗效显著，学术证据强支撑.....                 | 6         |
| 1.4. 主要品种集采基本落地，边际影响减弱.....                | 8         |
| 1.5. 打造 OTC 端，第二增长曲线有望开启.....              | 9         |
| <b>2. 片剂短期承压，胶囊放量在即，看好百令系列持续增长能力</b> ..... | <b>11</b> |
| 2.1. 哮喘与慢性肾病患者率高，市场空间广阔.....               | 11        |
| 2.2. 百令胶囊入局在即，百令系列由守转攻.....                | 12        |
| <b>3. 配方颗粒加速备案，市场拓展卓有成效</b> .....          | <b>13</b> |
| <b>4. 盈利预测与投资评级</b> .....                  | <b>15</b> |
| 4.1. 关键假设和收入拆分.....                        | 15        |
| 4.2. 盈利预测与估值.....                          | 17        |
| <b>5. 风险提示</b> .....                       | <b>18</b> |

## 图表目录

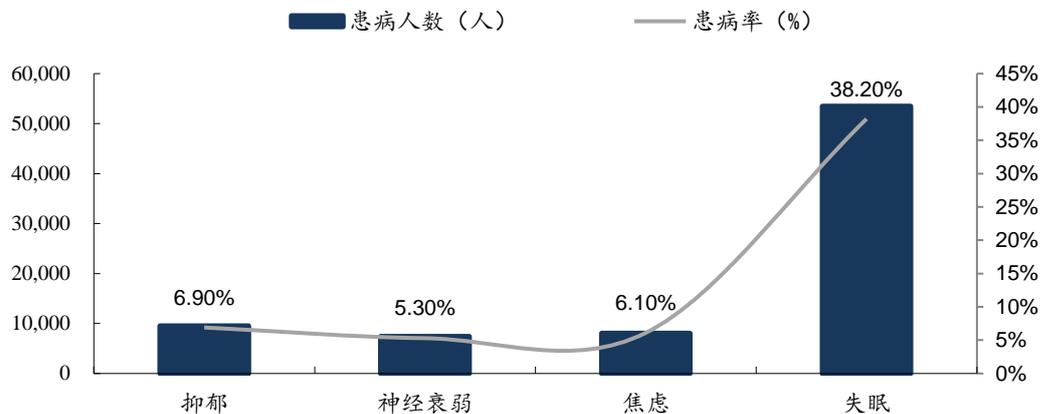
|   |    |
|---|----|
| 图 1: 2019 年心理健康类疾病患者数和患病率情况 .....                 | 4  |
| 图 2: 约有 19.7% 的新冠康复者有至少一种心理健康问题 .....             | 5  |
| 图 3: 2021-2023 年神经类中成药医院端销售情况 (百万元) .....         | 6  |
| 图 4: 2023 年神经类中成药市占率情况 .....                      | 6  |
| 图 5: 乌灵胶囊治疗焦虑症临床研究 .....                          | 6  |
| 图 6: 乌灵胶囊治疗失眠症临床研究 .....                          | 6  |
| 图 7: 乌灵胶囊销售量情况 .....                              | 9  |
| 图 8: 乌灵胶囊销售额情况 .....                              | 9  |
| 图 9: 2013-2022 零售药店销售额及增速情况 .....                 | 10 |
| 图 10: 2013-2022 实体药店与网上药店销售额占比情况 .....            | 10 |
| 图 11: 乌灵胶囊及主要竞品 OTC 渠道占比 .....                    | 10 |
| 图 12: 哮喘患病率预测情况 .....                             | 11 |
| 图 13: 2017 慢性肾病患者人数 (亿人) 最多的国家情况 .....            | 11 |
| 图 14: 百令相关品种的市场格局 (百万元) .....                     | 12 |
| 图 15: 城市社区卫生服务中心(站)中成药泌尿系统疾病用药 TOP10 产品市场份额 ..... | 12 |
| 图 16: 中药配方颗粒市场规模 .....                            | 15 |
| <br>  |    |
| 表 1: 治疗失眠焦虑类中成药对比 .....                           | 5  |
| 表 2: 乌灵胶囊进入的部分临床指南 .....                          | 7  |
| 表 3: 乌灵胶囊集采情况 .....                               | 8  |
| 表 4: 百令片集采情况 .....                                | 9  |
| 表 5: 处方药与 OTC 甲类药品对比 .....                        | 10 |
| 表 6: 百令片与竞品的格局情况 .....                            | 13 |
| 表 7: 中药配方颗粒与中药饮片对比 .....                          | 13 |
| 表 8: 试点工作结束前后对比 .....                             | 14 |
| 表 9: 收入拆分 .....                                   | 16 |
| 表 10: 可比公司估值对比 .....                              | 17 |

## 1. 疫后心理问题突出，乌灵胶囊 OTC 潜力大

### 1.1. 心理健康领域用药空间大，疫后心理问题扩大用药需求

**心理健康类疾病高发，用药前景广阔。**2019 年 7 月，国务院设立的健康中国行动推进委员会发布了《健康中国行动(2019—2030 年)》，其数据显示当前我国常见精神障碍和心理行为问题人数逐年增多。据中金企信国际咨询公布的《全球与中国市场抗焦虑用药前景预测及投资可行性分析报告(2021 版)》统计数据显示：2019 年中国抗焦虑用药市场规模达到 134.5 亿元；我国有各类睡眠障碍者约占人群的 38%，高于世界卫生组织统计的 27%。根据《中国城镇居民心理健康白皮书》显示，2018 年中国城镇居民中，73.6% 的人处于心理亚健康状态。慢病人群中 50.1% 的人存在不同程度的心理问题，抑郁、焦虑问题突出。心理健康类疾病作为长期慢病，具有较大增量空间。

图 1：2019 年心理健康类疾病患者数和患病率情况



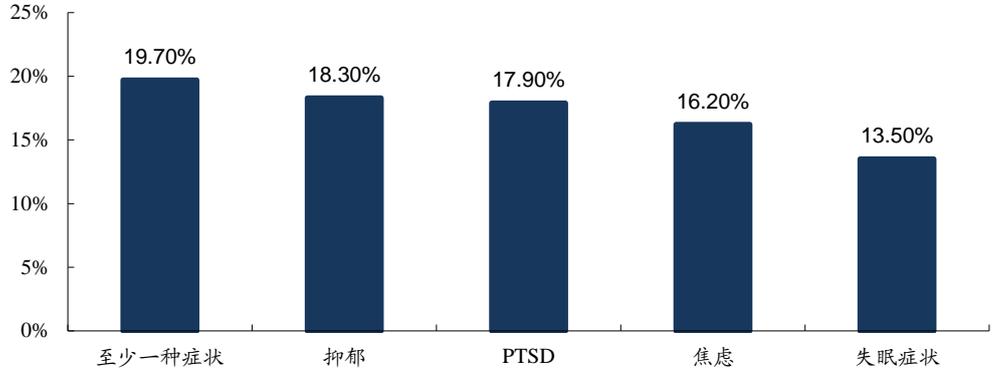
数据来源：PubMed，东吴证券研究所

**多项数据证明疫后心理健康问题突出。**新冠疫情在全球大流行 3 年，由疫情引起的各类情绪和精神问题日益严重。2021 年 10 月，知名医学期刊《柳叶刀》发布报告称，受新冠疫情影响，2020 年全球共 2.46 亿人患抑郁症，3.74 亿人患焦虑症。根据《Challenges of and Responses to Mental Health Problems in the Post-COVID-19 Era》的研究显示，一项 32 个国家 128 万名新冠感染者的采访分析显示，19.7% 的康复者至少存在一种精神心理症状，其中，抑郁、PTSD、焦虑、失眠症状的发生率分别为 18.3%、17.9%、16.2%、13.5%。英国莱斯特大学的 PHOSP-COVID 项目追踪新冠病毒感染者康复后 6 个月的健康情况，结果发现超过 25% 的康复者存在抑郁或焦虑症状，12.2% 的康复者存在 PTSD 症状。

**陆林院士表示需要关注我国疫后心理健康问题。**2022 年 3 月中科院院士，北京大学第六医院院长陆林在抖音与中国科协联合出品的科普栏目《科创中国院士开讲》中表示疫情对人类心理影响至少持续 20 年，抑郁障碍在中国的发病率约 7%，在欧美国家约

10%。焦虑障碍的发病率 7%，在很多国家达到 15%。近年来，精神和心理疾病发病率持续攀升。乌灵胶囊在疫后心理健康问题大背景下具有广泛的应用空间。

图 2: 约有 19.7%的新冠康复者有至少一种心理健康问题



数据来源:《Challenges of and Responses to Mental Health Problems in the Post-COVID-19 Era》, 东吴证券研究所

### 1.2. 心理健康中药仍为蓝海市场，乌灵胶囊竞争力强

**乌灵胶囊优势明确。**乌灵胶囊优势突出: 1) 日用药成本低于主要竞品, 降低病人用药负担; 2) 医保甲类, 自付比例高, 医保倾向性强; 3) 基药目录, 为入院提供便利, 加速下沉市场开拓; 4) 独家品种, 在集采的大背景下占优。凭借诸多优势, 乌灵胶囊在神经类中成药竞品中保持快速增长。

表 1: 治疗失眠焦虑类中成药对比

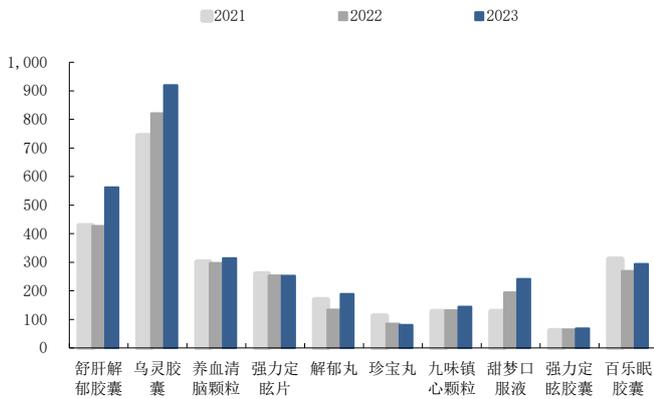
| 药品名称  | 乌灵胶囊 | 舒肝解郁胶囊    | 安神补脑液                | 解郁丸                            | 百乐眠胶囊                                  | 养血清脑颗粒                       | 参芪五味子胶囊      |
|-------|------|-----------|----------------------|--------------------------------|--|------------------------------|--------------|
| 生产企业  | 佐力药业 | 济生堂       | 吉延边药业                | 泰丰制药                           | 扬子江                                    | 天士力                          | 东泰制药         |
| 主要成分  | 乌灵菌粉 | 贯叶金丝桃、刺五加 | 鹿茸、制何首乌、淫羊藿、干姜、甘草、大枣 | 白芍、柴胡、当归、郁金、茯苓、百合、合欢皮、甘草、小麦、大枣 | 百合、刺五加、首乌藤、合欢花、珍珠母、石膏、酸枣仁、茯苓、远志、玄参、地黄等 | 当归、川穹、白芍、熟地黄、钩藤、鸡血藤、夏枯草、决明子等 | 人参皂苷、黄芪、五味子等 |
| 独家品种  | ✓    | /         | /                    | /                              | /                                      | /                            | /            |
| 日服用金额 | 4.3  | 8         | 4                    | 18                             | 16.3                                   | 7.2                          | 4.4-7.3      |

|      |        |     |        |        |        |        |     |
|------|--------|-----|--------|--------|--------|--------|-----|
| 药品类型 | OTC 甲类 | 处方药 | OTC 甲类 | OTC 甲类 | OTC 乙类 | OTC 甲类 | OTC |
| 医保   | 甲类     | 乙类  | 乙类     | /      | 乙类     | 甲类     | 乙类  |
| 基药   | ✓      | /   | /      | /      | /      | ✓      | /   |

数据来源：药融云，东吴证券研究所

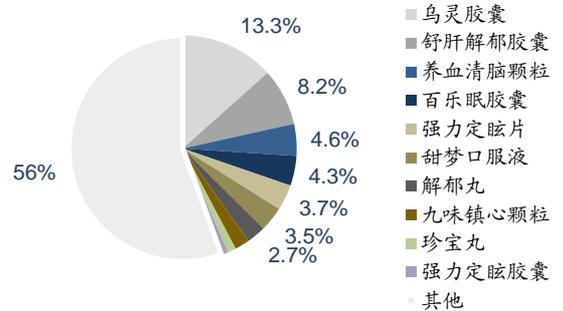
**竞争格局优秀，已成为神经系统类中成药第一。**根据米内网《2022 年度中国医药市场发展蓝皮书》和中康开思的数据，2023 年乌灵胶囊在神经系统类疾病中成药用药排名第一，市占率约为 13.3%，对比 2021 年提升 1.5pct。

图 3：2021-2023 年神经类中成药医院端销售情况（百万元）



数据来源：中康开思，东吴证券研究所

图 4：2023 年神经类中成药市占率情况



数据来源：中康开思，东吴证券研究所

### 1.3. 乌灵胶囊疗效显著，学术证据强支撑

乌灵胶囊通过增加  $\gamma$ -氨基丁酸的体内含量发挥镇静安神作用。 $\gamma$ -氨基丁酸(GABA)的药理作用是通过改变脑组织对谷氨酸和 GABA 的通透性，增加摄取量，增强谷氨酸脱羧酶的活性而使  $\gamma$ -氨基丁酸合成增加，并提高其受体结合活性，产生镇静安眠作用；通过下调 5-HT<sub>2C</sub> 受体水平，兴奋多巴胺能和肾上腺素能通路，调控转位因子蛋白(TSPO)介导的线粒体自噬信号通路发挥抗抑郁作用。能够有效维持内质网内环境稳态进而保护细胞，恢复神经细胞正常功能；拮抗脑内喹啉酸的积累，产生抗衰老和抗老年痴呆作用。

乌灵胶囊在心身相关障碍症状(焦虑、失眠、睡眠障碍、神经衰弱等)中的临床疗效显著。乌灵胶囊在心身相关障碍中广泛应用，是综合医院各科室治疗焦虑抑郁状态及失眠的有效用药，既可以作为单用治疗药物，也可以与其他中西药物联合应用，且不良反应少，安全性较好，减少患者病耻感，依从性好，因而具有较高的临床应用价值。《乌灵胶囊在心身相关障碍中的临床应用专家共识》广泛总结了乌灵胶囊在心身相关障碍中的临床应用情况及使用规范，共识指出乌灵胶囊可广泛用于失眠症、抑郁和焦虑、情绪障碍、认知功能障碍、帕金森等心理健康相关疾病，已有数项临床研究证明其临床有效。

图 5：乌灵胶囊治疗焦虑症临床研究

图 6：乌灵胶囊治疗失眠症临床研究

表1 两组治疗前后HAMA评分比较 (分,  $\bar{x} \pm s$ )

| 组别       | 例  | 治疗前           | 治疗后          |
|----------|----|---------------|--------------|
| 观察组      | 46 | 42.08 ± 14.02 | 25.65 ± 5.25 |
| 对照组      | 46 | 41.78 ± 13.93 | 30.31 ± 6.11 |
| <i>t</i> |    | 0.1030        | 3.9234       |
| <i>P</i> |    | 0.9182        | 0.0001       |

表2 两组临床疗效比较 例 (%)

| 组别  | 例  | 显效         | 有效         | 无效        | 总有效率                 |
|-----|----|------------|------------|-----------|----------------------|
| 观察组 | 46 | 33 (71.74) | 12 (26.09) | 1 (2.17)  | (87.83) <sup>△</sup> |
| 对照组 | 46 | 21 (45.65) | 16 (34.78) | 9 (19.57) | (80.43)              |

注:与对照组比较, <sup>△</sup>*P*<0.05。

数据来源:实用中医药杂志,东吴证券研究所,注:观察组用松静功联合乌灵胶囊,对照组只用乌灵胶囊治疗

表1 2组睡眠质量疗效比较

| 组别         | 例数 | 痊愈        | 显效        | 有效        | 无效        | 总有效       |
|------------|----|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 对照组        | 79 | 6(7.59)   | 21(26.58) | 35(44.31) | 17(21.52) | 62(78.48) |
| 观察组        | 80 | 13(16.25) | 26(32.50) | 34(42.50) | 7(8.75)   | 73(91.25) |
| $\chi^2$ 值 |    |           |           |           |           | 8.617     |
| <i>P</i> 值 |    |           |           |           |           | 0.001     |

表2 2组治疗前后HAMA评分比较( $\bar{x} \pm s$ )

| 组别         | 例数 | 治疗前          | 治疗1个月后                    | 治疗2个月后                     |
|------------|----|--------------|---------------------------|----------------------------|
| 对照组        | 79 | 26.34 ± 3.41 | 21.03 ± 2.94 <sup>①</sup> | 15.83 ± 1.99 <sup>①②</sup> |
| 观察组        | 80 | 26.71 ± 3.25 | 17.84 ± 3.02 <sup>①</sup> | 11.26 ± 1.53 <sup>①②</sup> |
| <i>t</i> 值 |    | 0.162        | 3.163                     | 8.824                      |
| <i>P</i> 值 |    | 0.921        | 0.006                     | 0.000                      |

与同组治疗前比较, ①*P*<0.05; 与同组治疗1个月比较, ②*P*<0.05

数据来源:实用中医药杂志,东吴证券研究所,注:观察组用松静功联合乌灵胶囊,对照组只用乌灵胶囊治疗

**乌灵胶囊已进入多项临床指南与专家共识,临床认可度较高。**2020年,乌灵胶囊新增进入《新型冠状病毒肺炎疫情应激身心健康援助手册》、《疫情应激的焦虑抑郁状态中医心身治疗专家指导意见》、《黑龙江省新型冠状病毒肺炎中西医结合防治专家共识(第一版)》、《抑郁症中西医结合诊疗专家共识》、《COVID-19 疫情期间失眠障碍的管理》、《慢性前列腺炎中西医结合多学科诊疗指南》、《疫情应激性失眠管理专家指导意见》、《乌灵胶囊在心身相关障碍中的临床应用专家共识》、《艾滋病相关焦虑中西医协同治疗专家共识》、《疫情应激下的混合性焦虑抑郁障碍中医心身治疗专家指导意见》、《中医内科临床诊疗指南(第一册)》、《中医治未病·高血压伴发焦虑专家共识》等12个临床指南、专家共识的推荐。另外,乌灵胶囊进入《国家基本药物目录(2018年版)》、《国家医保目录(2019版)》,国务院办公厅发布的《关于进一步做好短缺药品保供稳价工作的意见》要求政府办基层医疗卫生机构、二级公立医院、三级公立医院基本药物配备品种数量占比原则上分别不低于90%、80%、60%,公司核心产品未来的业绩能够得到保障。

表2: 乌灵胶囊进入的部分临床指南

| 临床路径、临床指南、专家共识            | 发表杂志                   | 发表年份 |
|---------------------------|------------------------|------|
| 中医临床路径(焦虑路径、抑郁路径和睡眠路径)    | 《中医临床路径》               | 2014 |
| (PCI)手术前后抑郁和(或)焦虑中医诊疗专家共识 | 《心血管疾病防治指南和共识 2014》分册版 | 2014 |
| 慢性前列腺炎中医诊治专家共识            | 《北京中医药杂志》              | 2015 |
| 中国卒中后抑郁障碍规范化诊疗指南          | 《东南大学出版社》              | 2016 |
| 综合医院焦虑、抑郁与躯体化症状诊断治疗的专家共识  | 《中华神经科杂志》              | 2016 |
| 常见神经疾病伴发焦虑诊疗专家共识          | 《人民卫生出版社》              | 2017 |
| 神经系统常见疾病伴抑郁诊疗指南           | 《人民卫生出版社》              | 2018 |

数据来源:公司公告,东吴证券研究所

#### 1.4. 主要品种集采基本落地，边际影响减弱

自 2022 年 4 月广东联盟集采以来，乌灵胶囊已经进入江苏省、福建省、京津冀联盟集采，涉及的销量占比接近 50%。其他地区仍有集采的可能性，但集采影响已经释放大部分，后续影响预期相对较弱，不会对公司业绩造成较大影响。而目前来看，乌灵胶囊中标价格 0.8568 元/粒，降幅 21%，较为温和，公司以价换量的销售策略收到了较好的成效。集采后公司也通过改良品规等措施有效降低生产成本，单盒利润基本不变，预计随着集采带来的渠道销售费用的减少，公司盈利能力有望提升。

表 3: 乌灵胶囊集采情况

| 时间         | 产品名称 | 适应症  | 地区    | 销售量占比              | 规格      | 中选价格       | 降幅  | 包装规格            | 注册分类   |
|------------|------|--|-------|--------------------|---------|------------|-----|-----------------|--------|
| 2022/4/11  |      |  | 广东联盟  | 8.35%              |         |            |     | 60 片/盒          |        |
| 2022/11/28 |      | 补肺肾，益精气。用于肺肾两虚引起的咳嗽、气喘、腰背酸痛等症及慢性支气管炎的辅助治疗。 | 山东    | 2.46%              |         |            |     | 60/30/75/90 片/盒 | 原中     |
| 2023/11/13 | 百令片  |  | 江苏省   | 8.18%              | 0.45g/片 | 0.4705 元/片 | 36% |                 | 药新     |
| 2023/11/21 |      |  | 浙江省   | 38.58%             |         |            |     | 90 片/盒          | 注      |
| 2024/2/28  |      |  | 京津冀联盟 | 天津占 0.18%，北京 5.74% |         |            |     | 90/150 片/盒      | 册分 类 8 |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

百令片已进入广东联盟、山东、江苏、浙江、京津冀联盟集采，涉及销售量占比超 60%。中选价格 0.4705 元/片，降幅 36%。2022 年百令片受到湖北联盟集采落标和后续集采降价影响，收入持续下滑。2024 年湖北联盟有望开启新一轮中成药集采，百令片有机会进入集采名单，重返湖北联盟地区，实现销量回升。此外，2024 年 1 月起，百令片的医保适应症范围增加“限慢性支气管炎、慢性肾功能不全的患者”，有望带来增量患者，提振销量。

表 4: 百令片集采情况

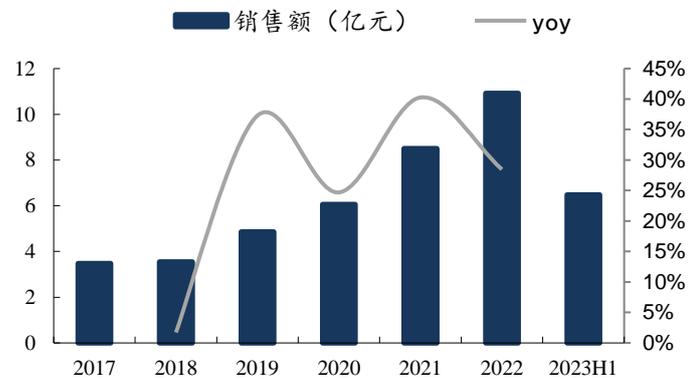
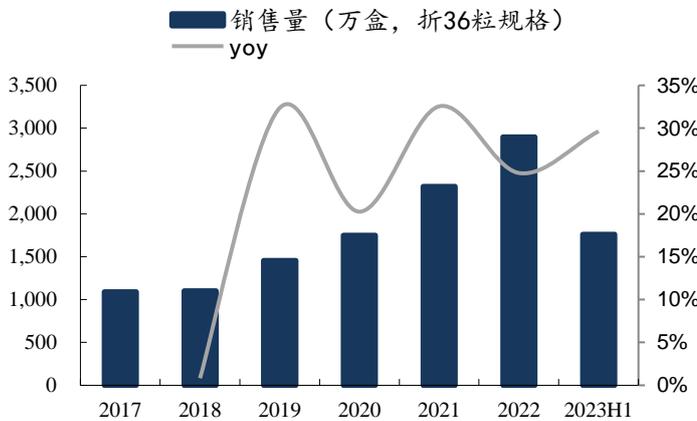
| 时间         | 产品名称 | 适应症  | 地区     | 销售量占比           | 规格      | 中选价格      | 包装规格         | 注册分类   |
|------------|------|--|--------|-----------------|---------|-----------|--------------|--------|
| 2022/4/11  | 乌灵胶囊 | 补肾健脑，养心安神。用于心肾不交所致的失眠、健忘、心悸心烦、神疲乏力、腰膝酸软、头晕耳鸣、少气懒言、脉细或沉无力；神经衰弱见上述证候者。 | 广东联盟   | 22.45%          | 0.33g/粒 | 0.8568元/粒 | 54粒/盒        | 原中一类新药 |
| 2023/11/13 |      |  | 江苏省    | 6.45%           |         |           | 36粒/盒        |        |
| 2023/12/25 |      |  | 福建省    | 1.64%           |         |           | 54粒/盒        |        |
| 2024/2/28  |      |  | 天津占冀联盟 | 1.67%，北京 12.53% |         |           | 54/81/135粒/盒 |        |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

乌灵胶囊集采后新增大规格包装，有助于增加销量并降低成本。2022年后，乌灵胶囊由36粒/盒新增54粒/盒大包装。由于乌灵胶囊用法用量为一日3次，1次3粒。54粒规格可使用一周，方便患者按疗程用药，有效提升用药依从性从而增加销量。2023年上半年乌灵胶囊销量同比增长29.64%，销售额同比增长20.64%。此外，通过大规格包装公司可以有效降低包装和生产成本，提升品种盈利能力。

图 7: 乌灵胶囊销售量情况

图 8: 乌灵胶囊销售额情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

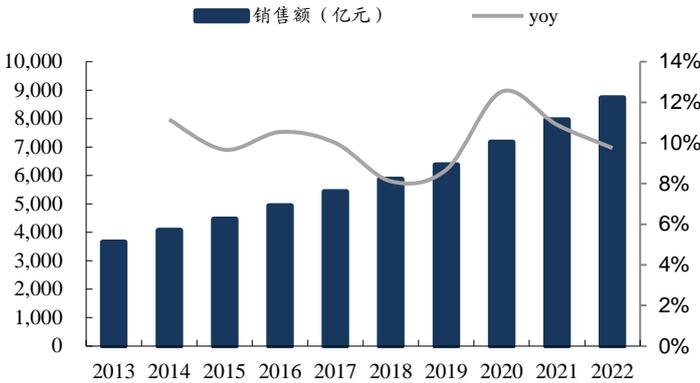
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 1.5. 打造 OTC 端，第二增长曲线有望开启

我国零售药品市场快速增长，销售渠道逐渐丰富。2013至2022年我国零售药品销售额由3658亿元增长至8725亿元，CAGR为9.08%。主要得益于：1) 人口老龄化加剧，医保资金压力变大，自我药疗趋势增强；2) 医保控费政策推动中药OTC；3) 集中带量采购导致院内市场承压，部分企业开拓OTC市场。2013至2022年实体药店和网上药店销售额占比逐年增长，由2013年的1.2%增长至29.9%。从政策端看，国家持续推

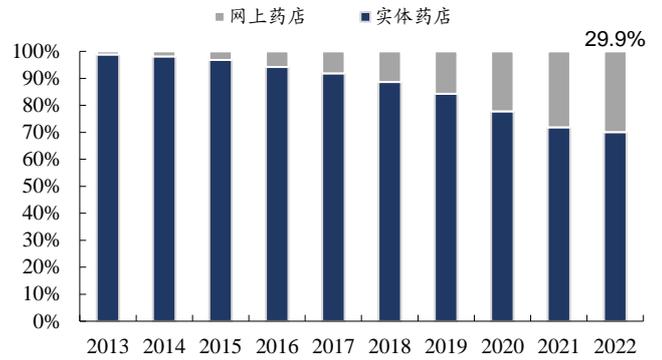
动处方外流，OTC 渠道是未来重要的增长方向。

图 9: 2013-2022 零售药店销售额及增速情况



数据来源：米内网，东吴证券研究所

图 10: 2013-2022 实体药店与网上药店销售额占比情况



数据来源：米内网，东吴证券研究所

**乌灵胶囊医院端品牌力强，为 OTC 放量奠定基础。**乌灵胶囊作为 OTC 甲类药品，可以在医院以外的医疗机构和零售药店销售。安全性较高且不需要开具处方，患者购买障碍几乎不存在，公司可以在更多场景铺货。大力开拓 OTC 端销售有利于乌灵胶囊更快放量。

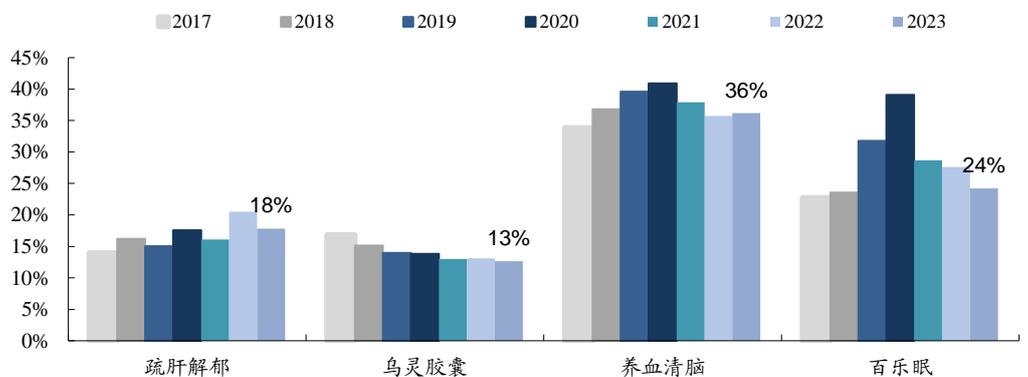
表 5: 处方药与 OTC 甲类药品对比

| 种类     | 安全性程度   | 销售场所                           |
|--------|---|--------------------------------|
| 处方药    | 安全性程度相对 OTC 较低，管理严格，需医生开具处方后方可购买，需在专业医生指导或监督下进行使用 | 医院                             |
| 甲类 OTC | 安全性相对处方药更高，副作用较少，应在执业药师指导下购买使用                    | 具有《药品经营企业许可证》的零售企业（医疗机构、零售药店）等 |

数据来源：国家药品监督管理局，东吴证券研究所

**OTC 渠道潜力大。**根据中康开思的数据，公司 2023 年乌灵胶囊的 OTC 渠道收入占仅为 13%，对比竞品养血清脑胶囊的 36%，百乐眠胶囊的 24%，仍有较大突破潜力。

图 11: 乌灵胶囊及主要竞品 OTC 渠道占比



数据来源：中康开思，东吴证券研究所

公司多元化打造 OTC 端，有望创造乌灵胶囊第二增长曲线。公司致力于打造顶尖的 OTC 团队，以业务驱动为基础开展人才发展计划，从多渠道选拔、引进及培养营销人才，充实营销队伍力量，公司已经聘任资深 OTC 市场总监，从战略层面做好产品定位与市场地位。另外，公司拥有医院渠道优势，对药店具备较大的吸引力，目前正在积极推进和连锁大药房的战略合作，拓展营销的广度深度，致力将公司产品纳入战略合作伙伴的核心推荐品种，推动院外端销售持续成长。公司也抓住零售互联网化的机遇，积极拓展多元化销售渠道，利用天猫和京东旗舰店、抖音、微博、泰记堂中医馆+互联网医院等方式的运营，加大市场覆盖，提高竞争力。

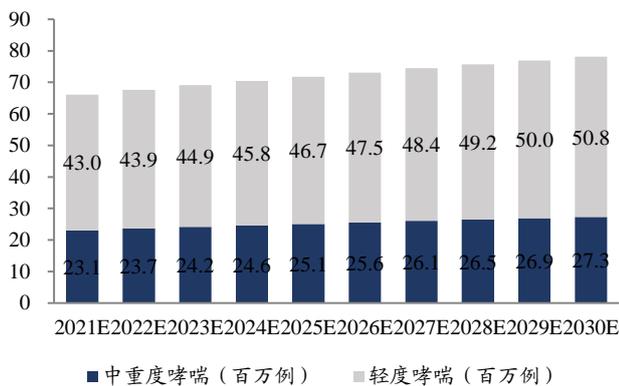
公司全资子公司佐力健康科技自主开发“心身 e 测”电子化筛查量表小程序并入驻了方舱医院，电子化筛查量表的使用，方便了患者自我筛查，提高了医生的管理效率，便捷了与医生、患者的联系，传播身心健康知识，助力精准营销。随着公司营销广度深度的加强，我们预计未来 OTC 端有望高速增长，占据整体销售额的 20%-30%，降低产品对医保依赖。

## 2. 片剂短期承压，胶囊放量在即，看好百令系列持续增长能力

### 2.1. 哮喘与慢性肾病患者率高，市场空间广阔

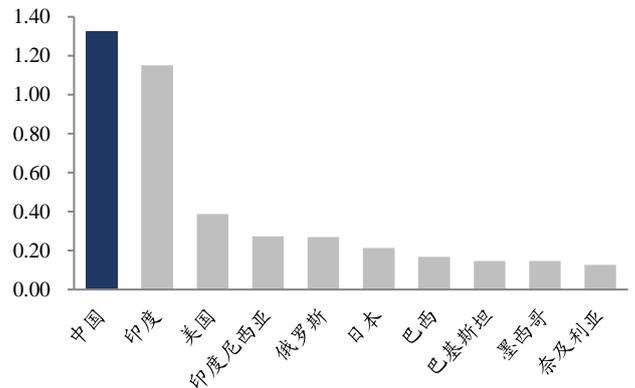
哮喘与慢性肾病患者人口规模大，具有广阔业务空间。据弗若斯特沙利文预测，我国轻度哮喘患者将从 2023 年的 4490 万例增长至 2030 年的 5080 万例。根据《柳叶刀》2020 年发布的《1990-2017 全球不同国家和地域慢性肾脏疾病负担：2017 年全球疾病负担系统分析》，我国是慢性肾病患者人数最多的国家，达 1.323 亿人，约占全世界慢性肾病患者数量的六分之一。因此针对轻度哮喘和慢性肾病的药物，尤其以百令为代表的药性温和的中成药，具有广阔的市场空间。

图 12: 哮喘患病率预测情况



数据来源：弗若斯特沙利文，康诺亚-B 招股书，东吴证券研究所

图 13: 2017 慢性肾病患者人数 (亿人) 最多的国家情况



数据来源：弗若斯特沙利文，康诺亚-B 招股书，东吴证券研究所

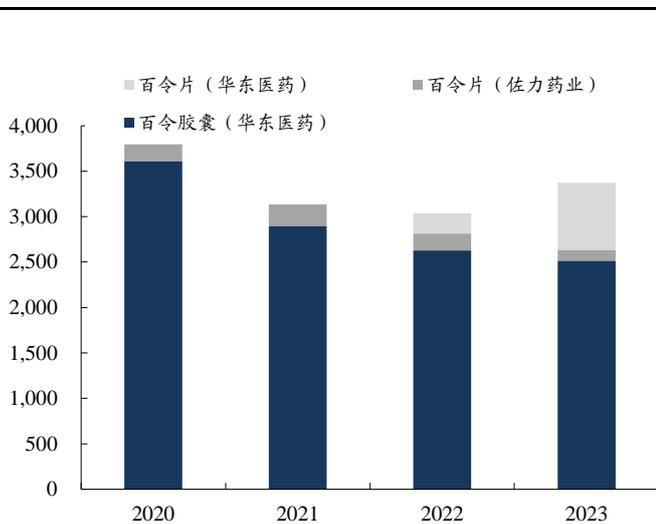
## 2.2. 百令胶囊入市在即，百令系列由守转攻

百令胶囊上市后将形成第二增长曲线，有望成为 5-10 亿大品种。公司百令系产能充沛，质量高；子公司珠峰药业生产基地在海拔 2300 米的西宁，低温深层发酵工艺确保了“冬虫夏草菌丝体”的品质，与天然冬虫夏草 ITS1 序列的相似性为 97.8%。且珠峰为自主专利，对生产和销售拥有自主权。目前百令胶囊市场规模 25 亿元，行业增长 15% 左右，市场容量大；预计百令胶囊上市后将和百令片形成强协同，有望成为 5-10 亿大品种，形成第二增长曲线。

公司百令系列市占率较低，成长空间大，有望通过集采与适应症拓展扩大市场份额。根据米内网《2021 年度中国医药市场发展蓝皮书》，公司产品百令片作为泌尿系统疾病用药在城市社区卫生中心(站) 市场份额 2.05%，排名第六。主要竞品为百令胶囊（中美华东）和金水宝片（济民可信）。百令系列产品市场份额第一的为中美华东的百令胶囊，在反腐和疫情的影响下，2023 年销售额仍达到 25 亿元。公司百令片 2023 年销售额约为 2.2 亿元，对比百令胶囊有十倍差值。

目前公司正在努力拓展百令适应症从 3 个拓展为 6 个，公司百令系列有望迎来新增量。同时，公司市占率较低，可利用山东省等开发进度较弱地区集采中标的机会，覆盖更多的医院，通过集采实现以价换量。

图 14: 百令相关品种的市场格局 (百万元)



数据来源：中康开思，东吴证券研究所

图 15: 城市社区卫生中心(站)中成药泌尿系统疾病用药 TOP10 产品市场份额

| 排名         | 品名         | 份额     |
|------------|------------|--------|
| 1          | 百令胶囊       | 27.16% |
| 2          | 金水宝片       | 25.16% |
| 3          | 尿毒清颗粒(无糖型) | 5.93%  |
| 4          | 六味地黄丸      | 3.93%  |
| 5          | 前列舒通胶囊     | 3.00%  |
| 6          | 百令片        | 2.05%  |
| 7          | 黄葵胶囊       | 1.90%  |
| 8          | 热淋清颗粒      | 1.80%  |
| 9          | 六味地黄丸(浓缩丸) | 1.75%  |
| 10         | 三金片        | 1.72%  |
| Top10 产品合计 |            | 75.40% |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 6: 百令片与竞品的格局情况

|            | 百令片  | 百令胶囊  | 金水宝片  |
|------------|--|---|---|
| 生产企业       | 佐力药业(青海珠峰药业)、华东制药、烟台华瑞                     | 华东制药、佐力药业(青海珠峰药业)   | 济民可信  |
| 主要成分       | 发酵冬虫夏草菌粉(Cs-C-Q80)                         | 发酵冬虫夏草菌粉(Cs-C-Q80)  | 发酵冬虫夏草菌粉(Cs-4)                                      |
| 适应症        | 补肺肾, 益精气。用于肺肾两虚引起的咳嗽、气喘、腰酸背痛; 慢性支气管炎的辅助治疗。 | 补肺肾, 益精气。用于肺肾两虚引起的咳嗽、气喘、咯血、腰背酸痛、面目虚浮、夜尿清长; 慢性支气管炎、慢性肾功能不全的辅助治疗。 | 补肾保肺, 秘精益气。用于慢性支气管炎, 及老年人腰膝酸软, 神疲畏寒, 属于肺肾两虚, 精气不足者。 |
| 剂型         | 片剂   | 胶囊  | 片剂  |
| 可比日服用金额(元) | 9.9-29.8                                   | 17.4-52.3   | 11.3  |
| 药品类型       | 双跨   | 双跨  | 双跨  |
| 医保         | 乙类   | 乙类  | 乙类  |
| 基药         | ✓  | X   | X   |
| 集采         | 是  | 否   | 是   |

数据来源: 公司公告, 药融云, 东吴证券研究所

### 3. 配方颗粒加速备案, 市场拓展卓有成效

中药配方颗粒是由单味中药饮片按传统标准炮制后经提取浓缩制成的、供中医临床配方用的颗粒, 又称单味中药配方颗粒、免煎中药。它保证了原中药饮片的全部特征, 同时又具有不需要煎煮、直接冲服、服用量少、作用迅速、成份完全、疗效确切、安全卫生、携带保存方便、易于调制和适合工业化生产等许多优点。

表 7: 中药配方颗粒与中药饮片对比

|      | 中药配方颗粒   | 中药饮片  |
|------|--|---|
| 调配方法 | 依据法定标准进行饮片加工, 并制定配方颗粒选用药材的规范, 保证配方颗粒原料药质量的一致性  | 按方调配, 临用煎汤, 由于调剂方法落后, 误差大, 易造成用量不均而影响疗效                       |
| 原材料  | 原料药来源于“中药材生产质量管理规范”(GAP)生产基地, 从源头上严格控制了药材的质量   | 易受种属、产地、采收季节、品质等级、后续加工、储运环境、炮制等因素影响, 不同品种、等级、产地、规格的中药材质量参差不齐。 |
| 利用率  | 以水提方式为主, 既降低了中药产生毒性的风险, 又与传统饮片具有几乎相同的有效成分、性味归经 | 传统的加工煎煮对中药饮片的利用率低, 且难以提取出脂溶性成分, 挥发油类成分还会                      |

|       |  |
|-------|--|
| 和主治功效 | 随高温而挥发,不仅造成 隐性浪费,且临床疗效得不到保证  |
| 存储、携带 | 性状不稳定,容易受潮、发霉变质,易遭虫蛀鼠害,不利于储存。以样本医院为例,2013 年饮片的总退货率约为 1%, 损失率达 0.03%; |
| 厨房规格  | 有 2 个规格的小包装,免去了称重的步骤,缩减了患者等待取药时间,也能满足医师处方调配的不同需要                     |
| 价格    | 部分纳入医保, 价格相对便宜   |
| 品种    | 品种完备   |

数据来源:《中药配方颗粒的优势与劣势分析》, 东吴证券研究所

2021 年 2 月 10 日, 由国家药监局、国家中医药局、国家卫生健康委、国家医保局共同发布《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》(下称《公告》), 宣告长达 20 年的中药配方颗粒试点工作的结束。随后, 2021 年 11 月 16 日, 国家卫健委与国家中医药管理局在官网共同发布了《关于规范医疗机构中药配方颗粒临床使用的通知》, 进一步细化中药配方颗粒临床合理规范使用措施。

**表 8: 试点工作结束前后对比**

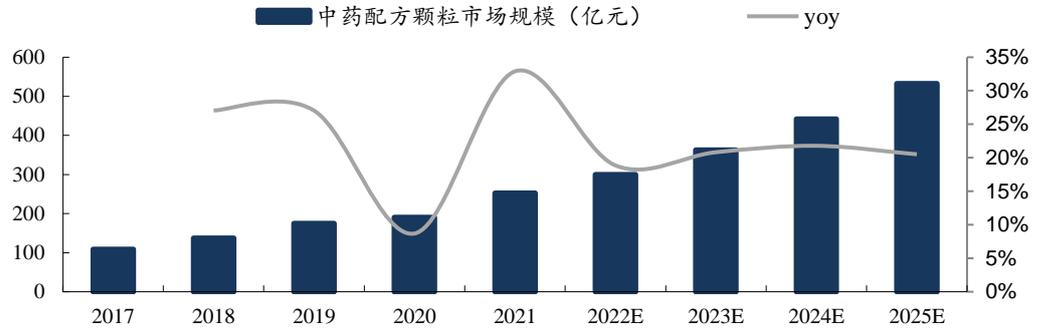
|      | 试点企业阶段                          | 试点工作结束后  |
|------|---------------------------------|--|
| 门槛   | 仅允许试点企业生产                       | 企业进行备案即可   |
| 纳入医保 | 仅有部分省份试点纳入                      | 配方颗粒对应中药饮片品种已纳入医保支付范围的, 经综合考虑纳入医保支付范围, 并参照乙类管理   |
| 销售范围 | 国家级中药配方颗粒的销售范围仅限于 二级及以上中医医院医疗机构 | 范围扩大至所有医疗机构。临床应用范围大幅度增加  |
| 上市许可 | 试点企业自行定制企标生产上市销售                | 国标或省标品种需符合相应要求, 不具有国标或省标的中药 配方颗粒不得上市销售。截至目前, 国家药典委已发布 196 个中药配方颗粒国家标准, 河南等 24 个省市也陆续发布超过 5000 个(含重复标准)中药配方颗粒地方级质量标准。 |

数据来源: 政府官网, 东吴证券研究所

2001 年国家发布《中药配方颗粒管理暂行规定》, 将中药配方颗粒纳入中药饮片范畴, 中药配方颗粒已有 20 年的发展历史。由于中药配方颗粒的携带便利、服用简单、无需煎煮等优点, 近年来中药配方颗粒市场规模迅速增长, 根据华经产业研究院统计, 2021 年我国中药配方颗粒市场规模达到 252.5 亿元, 同比增长 32.87%。随着中药配方

颗粒销售范围由二级及其以上中医院向所有符合相关中医执业资质医疗机构扩容，市场有望迎来数倍增长。预计 2025 年市场规模将达到 532.2 亿元。

图 16: 中药配方颗粒市场规模



数据来源：华经产业研究院，东吴证券研究所

公司是浙江省中药配方颗粒科研专项试点企业，此前已有 600 多个科研专项的企业标准备案，对配方颗粒制备工艺和质量研究，具有一定的工艺和技术储备优势，已经建立了较大规模的配方颗粒生产线，2021 年底已建设完成第一期中药配方颗粒生产线，年产能 800 吨。截至 2022 年底，公司已有国标、省标共计 251 个备案。同时公司也已经到河北、山东、内蒙古、黑龙江等多省开展备案工作，为布局未来全国销售做好准备。

自 2017 年公司开始进行配方颗粒业务销售以来，业绩保持高速增长，2022 年收入体量达到 5929 万元，2017-2022 年间复合增长率达 83.75%。未来，随着公司国标及省备案品种的不断增长以及公司全国渠道的铺设，有望进一步在配方颗粒企业标准切换到国家标准的调整窗口期抢占市场份额。

## 4. 盈利预测与投资评级

### 4.1. 关键假设和收入拆分

**乌灵胶囊：**2023 年短期受到反腐影响，2024Q1 开始反腐边际改善，我们预计乌灵胶囊将恢复 20-25% 的增长区间。

**灵泽片：**灵泽片保持稳定增长，我们预计 2024-2025 年复合增速为 40%。

**百令系列：**受到集采和反腐影响，随着反腐结束和百令胶囊上市放量，逐步开始恢复。

**配方颗粒：**2023 年受到省标换国标的影响，业绩承压；预计从 2024 年开始恢复。

表 9: 收入拆分

|                    | 2021 | 2022   | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------------|------|--------|-------|-------|-------|
| 总收入 (百万元)          | 1457 | 1805   | 1943  | 2526  | 3169  |
| yoy                | 34%  | 24%    | 8%    | 30%   | 25%   |
| 毛利率                | 71%  | 71%    | 68%   | 69%   | 70%   |
| 总毛利 (百万元)          | 1041 | 1274   | 1327  | 1734  | 2207  |
| <b>1. 乌灵胶囊</b>     |      |        |       |       |       |
| 收入 (百万元)           | 756  | 934    | 1019  | 1315  | 1627  |
| yoy                | 32%  | 23%    | 9%    | 29%   | 24%   |
| 销售量 (万盒, 折 36 粒规格) | 2321 | 2896   | 3403  | 4525  | 5657  |
| yoy                | 33%  | 25%    | 18%   | 33%   | 25%   |
| 价格 (盒)             | 32.6 | 32.3   | 29.9  | 29.0  | 28.8  |
| yoy                | 0%   | -1%    | -7.1% | -3.0% | -1.0% |
| 毛利率                | 88%  | 87%    | 86%   | 84%   | 84%   |
| 毛利 (百万元)           | 664  | 815    | 880   | 1104  | 1367  |
| <b>2. 灵泽片</b>      |      |        |       |       |       |
| 收入 (百万元)           | 94   | 158    | 208   | 299   | 418   |
| yoy                |      | 68%    | 31%   | 44%   | 40%   |
| 销售量 (48 片, 万盒)     | 127  | 214    | 282   | 409   | 573   |
| yoy                | 176% | 68%    | 32%   | 45%   | 40%   |
| 价格 (盒)             | 74.0 | 74.0   | 73.7  | 73    | 73    |
| 毛利率                | 85%  | 85%    | 85%   | 85%   | 85%   |
| 毛利 (百万元)           | 80   | 135    | 177   | 253   | 355   |
| <b>3. 百令片系列</b>    |      |        |       |       |       |
| 收入 (百万元)           | 265  | 256.18 | 202   | 225   | 247   |
| yoy                | 24%  | -3%    | -21%  | 12%   | 10%   |
| 销售量 (万盒, 折 30 片规格) | 1310 | 1300   | 1261  | 1451  | 1639  |
| yoy                | 25%  | -1%    | -3%   | 15%   | 13%   |
| 价格 (盒)             | 20.2 | 19.7   | 16.0  | 15.5  | 15.1  |
| yoy                | -1%  | -3%    | -19%  | -3%   | -3%   |
| 毛利率                | 79%  | 76%    | 71%   | 70%   | 69%   |
| 毛利 (百万元)           | 208  | 195    | 143   | 158   | 170   |

## 百令胶囊

|         |  |      |     |
|---------|--|------|-----|
| 收入（百万元） |  | 30   | 80  |
| 毛利率     |  | 75%  | 75% |
| 毛利（百万元） |  | 22.5 | 60  |

## 4. 中药饮片系列

|         |     |       |     |     |     |
|---------|-----|-------|-----|-----|-----|
| 收入（百万元） | 289 | 377.8 | 461 | 530 | 610 |
| yoy     | 26% | 31%   | 22% | 15% | 15% |
| 毛利率     | 20% | 21%   | 21% | 21% | 21% |
| 毛利（百万元） | 59  | 78.75 | 95  | 110 | 126 |

## 5. 中药配方颗粒剂

|         |     |     |      |     |     |
|---------|-----|-----|------|-----|-----|
| 收入（百万元） | 44  | 59  | 42   | 67  | 87  |
| yoy     | 32% | 36% | -30% | 60% | 30% |
| 毛利率     | 54% | 57% | 56%  | 57% | 56% |
| 毛利（百万元） | 24  | 34  | 23   | 38  | 49  |

## 6. 其他业务

|         |     |      |      |      |     |
|---------|-----|------|------|------|-----|
| 收入（百万元） | 9   | 20   | 11   | 61   | 101 |
| yoy     | 20% | 111% | -46% | 470% | 66% |
| 毛利率     | 65% | 80%  | 80%  | 80%  | 80% |
| 毛利（百万元） | 6   | 16   | 9    | 49   | 81  |

数据来源：wind，东吴证券研究所

## 4.2. 盈利预测与估值

我们选取了 1) 华润三九、红日药业作为中药配方颗粒业务可比公司；2) 选取方盛制药、康缘药业作为中成药业务可比公司。公司 2024 年 PE 估值为 17 倍，略高于行业平均水平。

表 10: 可比公司估值对比

| 股票代码      | 公司   | 股价（元） | 市值（亿元） | 净利润（亿元） |       |       | PE   |       |       |
|-----------|------|-------|--------|---------|-------|-------|------|-------|-------|
|           |      |       |        | 2022    | 2023E | 2024E | 2022 | 2023E | 2024E |
| 300026.SZ | 红日药业 | 3.91  | 117    | 6.24    | 10.59 | 13.13 | 19   | 11    | 9     |
| 000999.SZ | 华润三九 | 51.89 | 513    | 23.64   | 28.53 | 33.43 | 22   | 18    | 15    |
| 603998.SH | 方盛制药 | 11.25 | 49     | 2.86    | 1.73  | 2.37  | 17   | 29    | 21    |
| 600557.SH | 康缘药业 | 20.74 | 121    | 4.34    | 5.37  | 6.50  | 28   | 23    | 19    |
| 可比公司平均    |      |       |        |         |       |       | 21   | 20    | 16    |
| 300181.SZ | 佐力药业 | 12.91 | 91     | 2.73    | 3.89  | 5.37  | 33   | 23    | 17    |

数据来源：wind，东吴证券研究所 注：股价截至 2024 年 3 月 30 日，除红日药业为 wind 一致预期数据外，均为东吴预测数据；华润三九 2023 年净利润为真实数据，其余为预测数据

**盈利预测与投资评级：**考虑到反腐影响边际减弱，且新品上市，我们将 2023-2025 年归母净利润由 3.7/5.0/6.5 亿元上调至 3.9/5.4/6.8 亿元，2023-2025 年 P/E 估值 23/17/13X；基于公司 1) 乌灵胶囊集采影响边际减弱，OTC 不断扩展；2) 百令胶囊上市后百令系列恢复增长；3) 灵泽片维持放量；维持“买入”评级。

## 5. 风险提示

**集采风险：**公司乌灵胶囊等品种存在被集采的风险，集采后价格可能出现下滑。

**产品销售不及预期：**公司产品销售存在不及预期的风险。

**研发不及预期：**公司乌灵胶囊拓展适应症等研发存在不及预期的可能。

## 佐力药业三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元)      |              |              |              |              | 利润表 (百万元)       |              |              |              |              |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                  | 2022A        | 2023E        | 2024E        | 2025E        |                 | 2022A        | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
| <b>流动资产</b>      | <b>1,960</b> | <b>2,304</b> | <b>3,013</b> | <b>3,850</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>1,805</b> | <b>1,943</b> | <b>2,526</b> | <b>3,169</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 1,093        | 1,369        | 1,799        | 2,333        | 营业成本(含金融类)      | 531          | 616          | 793          | 962          |
| 经营性应收款项          | 515          | 522          | 665          | 863          | 税金及附加           | 20           | 24           | 31           | 38           |
| 存货               | 319          | 376          | 493          | 588          | 销售费用            | 831          | 754          | 975          | 1,230        |
| 合同资产             | 0            | 0            | 0            | 0            | 管理费用            | 91           | 91           | 116          | 146          |
| 其他流动资产           | 32           | 37           | 55           | 66           | 研发费用            | 64           | 64           | 78           | 105          |
| <b>非流动资产</b>     | <b>1,680</b> | <b>1,730</b> | <b>1,796</b> | <b>1,869</b> | 财务费用            | 5            | 0            | 0            | 0            |
| 长期股权投资           | 2            | 2            | 2            | 2            | 加:其他收益          | 80           | 78           | 106          | 125          |
| 固定资产及使用权资产       | 894          | 956          | 1,023        | 1,099        | 投资净收益           | 1            | 1            | 2            | 2            |
| 在建工程             | 78           | 72           | 74           | 74           | 公允价值变动          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 无形资产             | 63           | 59           | 55           | 52           | 减值损失            | (9)          | 0            | 0            | 0            |
| 商誉               | 130          | 130          | 130          | 130          | 资产处置收益          | 2            | 1            | 1            | 2            |
| 长期待摊费用           | 24           | 24           | 24           | 24           | <b>营业利润</b>     | <b>337</b>   | <b>473</b>   | <b>643</b>   | <b>818</b>   |
| 其他非流动资产          | 487          | 487          | 487          | 487          | 营业外净收支          | (13)         | (6)          | (7)          | (9)          |
| <b>资产总计</b>      | <b>3,639</b> | <b>4,035</b> | <b>4,809</b> | <b>5,720</b> | <b>利润总额</b>     | <b>324</b>   | <b>468</b>   | <b>636</b>   | <b>809</b>   |
| <b>流动负债</b>      | <b>755</b>   | <b>739</b>   | <b>954</b>   | <b>1,152</b> | 减:所得税           | 39           | 56           | 76           | 97           |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 141          | 141          | 141          | 141          | <b>净利润</b>      | <b>286</b>   | <b>412</b>   | <b>560</b>   | <b>712</b>   |
| 经营性应付款项          | 470          | 447          | 615          | 765          | 减:少数股东损益        | 13           | 23           | 22           | 36           |
| 合同负债             | 14           | 8            | 12           | 18           | <b>归属母公司净利润</b> | <b>273</b>   | <b>389</b>   | <b>537</b>   | <b>676</b>   |
| 其他流动负债           | 130          | 143          | 186          | 228          | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 0.39         | 0.55         | 0.77         | 0.96         |
| 非流动负债            | 124          | 124          | 124          | 124          | EBIT            | 339          | 393          | 534          | 689          |
| 长期借款             | 10           | 10           | 10           | 10           | EBITDA          | 403          | 468          | 614          | 776          |
| 应付债券             | 0            | 0            | 0            | 0            | 毛利率(%)          | 70.57        | 68.29        | 68.63        | 69.63        |
| 租赁负债             | 22           | 22           | 22           | 22           | 归母净利率(%)        | 15.12        | 20.03        | 21.26        | 21.34        |
| 其他非流动负债          | 92           | 92           | 92           | 92           | 收入增长率(%)        | 23.86        | 7.61         | 30.05        | 25.45        |
| <b>负债合计</b>      | <b>879</b>   | <b>863</b>   | <b>1,078</b> | <b>1,276</b> | 归母净利润增长率(%)     | 52.17        | 42.50        | 38.07        | 25.90        |
| 归属母公司股东权益        | 2,704        | 3,093        | 3,630        | 4,306        |                 |              |              |              |              |
| 少数股东权益           | 56           | 79           | 101          | 137          |                 |              |              |              |              |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>2,760</b> | <b>3,172</b> | <b>3,731</b> | <b>4,443</b> |                 |              |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>3,639</b> | <b>4,035</b> | <b>4,809</b> | <b>5,720</b> |                 |              |              |              |              |

| 现金流量表 (百万元) |       |       |       |       | 重要财务与估值指标       |       |       |       |       |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
|             | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |                 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流     | 319   | 406   | 580   | 699   | 每股净资产(元)        | 3.85  | 4.41  | 5.18  | 6.14  |
| 投资活动现金流     | (113) | (150) | (165) | (175) | 最新发行在外股份(百万股)   | 701   | 701   | 701   | 701   |
| 筹资活动现金流     | 643   | 0     | 0     | 0     | ROIC(%)         | 11.66 | 11.02 | 12.95 | 14.23 |
| 现金净增加额      | 848   | 256   | 415   | 523   | ROE-摊薄(%)       | 10.10 | 12.58 | 14.80 | 15.70 |
| 折旧和摊销       | 64    | 75    | 80    | 87    | 资产负债率(%)        | 24.16 | 21.39 | 22.42 | 22.32 |
| 资本开支        | (172) | (131) | (152) | (167) | P/E (现价&最新股本摊薄) | 33.17 | 23.28 | 16.86 | 13.39 |
| 营运资本变动      | (53)  | (85)  | (64)  | (105) | P/B (现价)        | 3.35  | 2.93  | 2.49  | 2.10  |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021  
传真: (0512) 62938527  
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>